

## 依依股份 (001206)

证券研究报告  
2025年04月23日

## 成长靓丽，积极推进海外产能布局

## 公司发布 2024 年报及 2025 年一季报

25Q1 公司收入 4.85 亿元，同比+26.56%，归母净利润 0.54 亿元，同比+27.96%，扣非归母净利润 0.5 亿元，同比+40.99%；

24Q4 公司收入 4.82 亿元，同比+37.16%，归母净利润 0.64 亿元，同比+304.43%，扣非归母净利润 0.56 亿元，同比+121.87%；

24 年公司收入 17.98 亿元，同比+34.41%，归母净利润 2.15 亿元，同比+108.34%，扣非归母净利润 1.91 亿元，同比+75.09%。

24 年公司毛利率 19.63%，同增 2.61pct；归母净利率 11.97%，同增 4.25pct。

2024 年得益于海外客户去库存周期结束，公司在老客户订单稳定增长与新增客户持续发力的双重驱动下实现营收稳步提升。伴随市场需求放量及募投项目产能释放，规模化生产效应显著增强：一方面原材料采购价格趋稳，营业成本总体保持稳定；另一方面通过强化内部管控优化运营成本结构，盈利能力显著修复。

24 年公司分红 1.65 亿，分红比例 77%；此外积极回购强化经营信心。

## 宠物一次性护理用品高增，下游客户积极开拓，全球市场份额持续提升

分产品，24 年宠物一次性护理用品收入 16.9 亿元，同比+34.9%，销量 39.09 亿件同比+29.91%，单价 0.43 元，同比+4.1%，毛利率 20.73%，同比+2.83pct；

无纺布收入 0.8 亿元，同比+33.9%，销量 1.95 万吨，同比+38.54%，单价 4275 元/吨，同比-3.3%。

其中，宠物一次性卫生护理用品的销售量增长主要系其涵盖的宠物垫、宠物尿裤产品 24 年客户订单增加所致；无纺布产品的销售量增长主要系新产能释放后公司积极拓展新客户，推动销售订单增长，此外无纺布作为宠物尿垫、宠物尿裤的主要原材料，其需求随着下游产品订单的增加而同步上升。

目前，公司已形成以美国、欧洲、日本众多大型商超、宠物用品专营品牌商和电商平台为主的客户资源体系，如亚马逊、PetSmart、沃尔玛、Costco、韩国 Coupang、Target、Chewy、日本 JAPPELL、日本 ITO、日本山善、日本永旺、英国 Pets at home 等都是公司优质的合作伙伴，同时积极拓展新客户来源，实现订单快速增长。公司凭借扎实的客户基础和灵活策略，成功将客户拓展转化为营收增长，24 年公司出口额占宠物护理同类产品比重 35.8%，同比+4.6pct，份额稳健提升。

## 积极推进柬埔寨产能布局，产能稀缺优势显现

目前公司已建成年产 46 亿片宠物垫和 2 亿片尿裤的生产规模，占据国内同类产品出口总额 30%以上的市场份额，稳居国际市场核心供应商阵营。

面对当前国际市场关税扰动，公司在柬埔寨投资设立了全资子公司“柬埔寨华盛护理用品有限公司”，该项目预计于 2025 年 4 月末投产，标志着公司全球化产能战略迈出了里程碑式的一步。面对复杂多变的贸易环境，以及全球消费者对高品质宠物护理用品的增长需求，公司仍需通过多元化产能布局构建抗风险能力。柬埔寨以其关税、成本优势，成为公司拓展东南亚乃至全球市场的重要支点。

## 调整盈利预测，维持“买入”评级

公司宠物护理业务增长靓丽，海外市场份额持续提升，全球化供应链协同优势凸显，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 2.7/3.2/3.8 亿元，对

## 投资评级

行业	美容护理/个护用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.44 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	184.89
流通 A 股股本(百万股)	106.32
A 股总市值(百万元)	3,224.55
流通 A 股市值(百万元)	1,854.14
每股净资产(元)	10.21
资产负债率(%)	17.57
一年内最高/最低(元)	22.76/11.26

## 作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《依依股份-公司点评:拟柬埔寨投资建厂积极全球化》 2025-03-03
- 《依依股份-公司点评:业绩超预期，25 年展望乐观》 2025-01-17
- 《依依股份-季报点评:业绩靓丽，新客户贡献可观》 2024-10-28

应 PE 分别为 12X/10X/8X。

**风险提示：**关税风险，劳动力成本上升风险，汇率波动风险，原材料价格波动风险，新客户开拓不及预期风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,337.36	1,797.59	2,191.08	2,641.56	3,125.50
增长率(%)	(11.80)	34.41	21.89	20.56	18.32
EBITDA(百万元)	190.94	345.49	391.87	461.51	536.71
归属母公司净利润(百万元)	103.26	215.12	265.20	322.07	382.26
增长率(%)	(31.41)	108.34	23.28	21.44	18.69
EPS(元/股)	0.56	1.16	1.43	1.74	2.07
市盈率(P/E)	31.23	14.99	12.16	10.01	8.44
市净率(P/B)	1.82	1.76	1.58	1.37	1.17
市销率(P/S)	2.41	1.79	1.47	1.22	1.03
EV/EBITDA	10.97	6.22	5.68	3.93	3.44

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	269.60	328.87	438.22	823.83	799.79	营业收入	1,337.36	1,797.59	2,191.08	2,641.56	3,125.50
应收票据及应收账款	263.67	360.07	406.81	401.68	554.92	营业成本	1,109.77	1,444.79	1,751.99	2,110.61	2,496.34
预付账款	23.44	30.31	21.56	46.10	36.17	营业税金及附加	11.34	15.66	17.75	21.13	24.38
存货	148.78	188.34	293.69	282.39	403.34	销售费用	27.08	31.60	33.96	40.15	46.88
其他	491.80	542.12	547.80	541.16	550.03	管理费用	39.76	51.12	55.65	66.04	76.89
<b>流动资产合计</b>	<b>1,197.27</b>	<b>1,449.71</b>	<b>1,708.07</b>	<b>2,095.16</b>	<b>2,344.24</b>	研发费用	23.52	20.29	21.91	25.89	29.69
长期股权投资	45.69	44.74	44.74	44.74	44.74	财务费用	(16.66)	(19.99)	(21.83)	(28.38)	(34.57)
固定资产	596.11	569.41	543.83	517.41	485.10	资产/信用减值损失	(1.23)	(2.25)	(1.82)	(1.76)	(1.94)
在建工程	5.53	13.13	10.50	8.40	6.72	公允价值变动收益	1.27	12.07	0.00	0.00	0.00
无形资产	48.44	47.18	45.93	44.69	43.44	投资净收益	(14.38)	16.85	20.00	20.00	20.00
其他	88.14	71.19	79.93	79.70	76.94	其他	25.16	(56.74)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>783.91</b>	<b>745.64</b>	<b>724.93</b>	<b>694.94</b>	<b>656.94</b>	<b>营业利润</b>	<b>131.74</b>	<b>284.18</b>	<b>349.83</b>	<b>424.36</b>	<b>503.95</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,981.19</b>	<b>2,195.36</b>	<b>2,358.86</b>	<b>2,790.10</b>	<b>3,001.18</b>	营业外收入	2.41	0.00	1.48	1.30	0.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.70	0.92	2.10	1.57	1.53
应付票据及应付账款	143.18	284.55	133.98	358.50	168.50	<b>利润总额</b>	<b>132.46</b>	<b>283.26</b>	<b>349.20</b>	<b>424.08</b>	<b>503.34</b>
其他	46.03	57.30	56.80	56.04	65.13	所得税	29.20	68.14	84.00	102.02	121.08
<b>流动负债合计</b>	<b>189.21</b>	<b>341.85</b>	<b>190.78</b>	<b>414.54</b>	<b>233.63</b>	<b>净利润</b>	<b>103.26</b>	<b>215.12</b>	<b>265.20</b>	<b>322.07</b>	<b>382.26</b>
长期借款	0.00	0.00	29.25	0.00	5.19	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>103.26</b>	<b>215.12</b>	<b>265.20</b>	<b>322.07</b>	<b>382.26</b>
其他	18.57	17.01	18.64	18.07	17.91	每股收益(元)	0.56	1.16	1.43	1.74	2.07
<b>非流动负债合计</b>	<b>18.57</b>	<b>17.01</b>	<b>47.90</b>	<b>18.07</b>	<b>23.09</b>						
<b>负债合计</b>	<b>210.01</b>	<b>362.16</b>	<b>238.67</b>	<b>432.61</b>	<b>256.73</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	184.89	184.89	184.89	184.89	184.89	营业收入	-11.80%	34.41%	21.89%	20.56%	18.32%
资本公积	1,128.66	1,116.32	1,063.49	1,063.49	1,063.49	营业利润	-32.15%	115.71%	23.10%	21.31%	18.75%
留存收益	487.64	537.72	802.92	1,124.99	1,507.25	归属于母公司净利润	-31.41%	108.34%	23.28%	21.44%	18.69%
其他	(30.02)	(5.73)	(11.92)	(15.89)	(11.18)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,771.18</b>	<b>1,833.20</b>	<b>2,039.39</b>	<b>2,357.48</b>	<b>2,744.45</b>	毛利率	17.02%	19.63%	20.04%	20.10%	20.13%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,981.19</b>	<b>2,195.36</b>	<b>2,358.86</b>	<b>2,790.10</b>	<b>3,001.18</b>	净利率	7.72%	11.97%	12.10%	12.19%	12.23%
						ROE	5.83%	11.73%	13.00%	13.66%	13.93%
						ROIC	11.73%	13.92%	14.89%	15.77%	10.59%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	10.60%	16.50%	10.12%	15.51%	8.55%
						净负债率	-15.04%	-14.02%	-19.94%	-34.82%	-28.85%
						流动比率	6.25	4.20	8.95	5.05	10.03
						速动比率	5.48	3.65	7.41	4.37	8.31
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	5.16	5.76	5.71	6.53	6.53
						存货周转率	7.77	10.66	9.09	9.17	9.12
						总资产周转率	0.67	0.86	0.96	1.03	1.08
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.56	1.16	1.43	1.74	2.07
						每股经营现金流	1.09	1.21	-0.14	3.01	-0.33
						每股净资产	9.58	9.91	11.03	12.75	14.84
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	31.23	14.99	12.16	10.01	8.44
						市净率	1.82	1.76	1.58	1.37	1.17
						EV/EBITDA	10.97	6.22	5.68	3.93	3.44
						EV/EBIT	15.19	7.52	6.71	4.54	3.90

  

现金流量表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	103.26	215.12	265.20	322.07	382.26
折旧摊销	54.61	59.92	60.05	61.76	63.24
财务费用	0.19	0.14	(21.83)	(28.38)	(34.57)
投资损失	14.38	(16.85)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	44.15	(25.14)	(309.75)	221.40	(451.31)
其它	(14.14)	(10.24)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>202.44</b>	<b>222.94</b>	<b>(26.32)</b>	<b>556.84</b>	<b>(60.38)</b>
资本支出	34.49	39.99	28.97	32.57	28.17
长期投资	9.22	(0.95)	0.00	0.00	0.00
其他	(181.43)	(89.08)	(39.57)	(44.57)	(36.17)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(137.72)</b>	<b>(50.04)</b>	<b>(10.60)</b>	<b>(12.00)</b>	<b>(8.00)</b>
债权融资	19.28	19.79	205.28	(155.25)	39.63
股权融资	(148.96)	(79.91)	(59.01)	(3.97)	4.71
其他	(15.53)	(98.17)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(145.20)</b>	<b>(158.29)</b>	<b>146.27</b>	<b>(159.23)</b>	<b>44.34</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(80.48)</b>	<b>14.61</b>	<b>109.35</b>	<b>385.62</b>	<b>(24.04)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com